



Universidad del Salvador

Facultad de Ciencias Económicas

**Licenciatura en Comercio Internacional**

Trabajo Final de Grado

**“La utilización de Instrumentos Derivados Financieros para el  
manejo del riesgo de tipo de cambio en empresas importadoras y  
exportadoras argentinas”**

USAL  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR

**Alumna:** Tsou Irene

**DNI:** 32575360

**Celular:** 1161907825

**Dirección de mail:** irenetsou@hotmail.com

**Tutora:** Lic. Hilda Liliana García.

Mayo 2014

## Resumen

Este documento tiene como objetivo la presentación de los instrumentos derivados financieros como una alternativa para administrar el riesgo cambiario en empresas exportadoras e importadoras argentinas.

Dada la historia económica argentina, las empresas nacionales tienen una predisposición natural a utilizar el dólar como unidad de medida para sus proyecciones. Durante la convertibilidad, cuando un peso equivalía un dólar, una empresa no tenía mayores problemas al momento de definir la unidad monetaria a utilizar en sus operaciones de importación o exportación e incluso, cualquier obligación de pago nominada en dicha moneda. Hoy el escenario ha cambiado.

El actual sistema cambiario adoptado por la Argentina, es un régimen de flotación administrada por el Banco Central que provoca mucha confusión e incertidumbre acerca de la evolución futura de la moneda nacional. En este nuevo escenario, toda empresa puede mitigar el riesgo a la suba o a la baja del dólar a través de herramientas que permiten fijar un tipo de cambio a futuro con mayor previsión. Estos son los denominados instrumentos derivados financieros, entre los cuales se encuentran: los contratos forwards o contratos a plazo firme, los contratos futuros, las opciones y los swaps.

El trabajo está enfocado en mejorar su conceptualización. Para tal efecto, se brinda una descripción de los mismos, sus características principales, los mercados en los cuales se operan y las posibles estrategias a utilizar.

El trabajo concluye con la necesidad de impulsar y promover el uso de derivados financieros para mitigar el riesgo cambiario.

# Índice

---

<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>1</b>
I.1 Selección del tema .....	2
I.2 Definición del problema .....	2
I.3 Justificación del estudio .....	3
I.4 Alcances del trabajo .....	3
I.5 Objetivos .....	3
I.5.1. General .....	3
I.5.2. Específicos .....	3
I.6. Hipótesis .....	4
I.7 Lugar y tiempo del trabajo .....	4
<b>MARCO TEÓRICO .....</b>	<b>5</b>
<b>CAPÍTULO I .....</b>	<b>5</b>
1.1 El Tipo de cambio .....	5
1.2 El riesgo cambiario .....	7
1.3 Breve reseña del escenario político-económico actual en la República Argentina .....	8
1.4 Factores que determinan la utilización de instrumentos derivados como cobertura del riesgo cambiario .....	13
<b>DESARROLLO .....</b>	<b>16</b>
<b>CAPÍTULO II .....</b>	<b>16</b>
2.1 Concepto de derivado .....	16
2.2 Clasificación .....	16
2.2.1 Según la naturaleza del activo subyacente .....	16
2.2.2 Según su finalidad .....	17
2.2.3 Según el tipo de mercado .....	18
2.2.3.1 Instrumentos negociados en mercados no institucionalizados u OTC .....	19
2.2.3.1.1 Contratos Forwards o “contratos a plazo firme” .....	19
2.2.3.1.1.1 Concepto y características generales .....	19
2.2.3.1.1.2 Forward de moneda extranjera .....	21
2.2.3.1.2 Contratos Swap .....	22
2.2.3.1.2.1 Concepto y características generales .....	22
2.2.3.1.2.2 Contrato Swap de divisas y Swap de monedas .....	24
2.2.3.1.3 Características de los Mercados no Institucionalizados u OTC .....	27
2.2.3.1.4 Negociación de Contratos Forwards y Contratos Swaps .....	28
2.2.3.2 Instrumentos negociados en mercados institucionalizados .....	30

2.2.3.2.1 Contratos Futuros.....	30
2.2.3.2.1.1 Concepto y características generales.....	30
2.2.3.2.1.2 Contratos de futuro de moneda extranjera .....	32
2.2.3.2.2 Contratos de Opciones.....	33
2.2.3.2.2.1 Concepto y características generales.....	33
2.2.3.2.2.2 Resultados de un Contrato de Opciones .....	35
2.2.3.2.2.3 Prima de una opción.....	37
2.2.3.2.2.4 Contratos de Opciones de divisas .....	39
2.2.3.2.4 Características de los Mercado institucionalizado u organizados.....	39
2.2.3.2.5 Negociación de Contratos de Futuros y Opciones .....	40
<b>CAPÍTULO III.....</b>	<b>47</b>
3. Mercado de Derivados en la Argentina.....	47
3.1 Mercados OTC en la Argentina.....	49
3.1.1 Mercado Abierto Electrónico .....	49
3.2 Mercado de futuros y opciones en Argentina.....	51
3.2.1 Mercado a Término de Rosario S.A. (Rofex).....	51
3.2.1.1 Sistema de Garantías del Rofex .....	52
3.2.1.2 Contratos de dólar futuro y opciones en el Rofex.....	54
3.2.1.3 Volumen e Interés Abierto.....	57
3.3 Análisis del Mercado de Derivados Financieros en Argentina .....	60
3.4 Volumen de Derivados Financieros en Mercados OTC Globales .....	65
3.5 Volumen de Contratos Futuros y Opciones de Divisas en Mercados Organizados Globales.....	68
3.6 Restricciones vigentes para la celebración de Contratos Derivados en la Argentina .....	70
3.6.1 Operaciones de derivados realizadas y liquidadas en el país .....	72
3.6.2 Operaciones de derivados realizadas con el exterior .....	72
<b>CAPÍTULO IV.....</b>	<b>74</b>
4.1 Caso de Cobertura con Contratos Forwards de dólar .....	74
4.2. Caso de Cobertura con un Contrato Swap de divisas .....	78
4.3 Caso de Cobertura con un Contrato Futuro de dólar .....	80
4.4 Caso de Cobertura con Contrato de Opciones de dólar .....	83
4.4.1 Compra de una Opción de Compra (call).....	83
4.4.2 Compra de una Opción de Venta (put).....	85
<b>INSTRUMENTOS DE MEDICIÓN .....</b>	<b>87</b>
<b>RESULTADOS .....</b>	<b>87</b>
<b>CONCLUSIÓN .....</b>	<b>89</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>91</b>

Referencias .....	91
Bibliografía .....	94
<b>ANEXO .....</b>	<b>I</b>
PRODUCTOS SINTÉTICOS .....	I
OPERACIONES COMBINADAS ENTRE CONTRATOS DE FUTUROS .....	I
A.1. Operaciones de PASE entre distintos meses del mismo producto .....	I
A.1.2 Compra de PASE entre distintos meses del mismo producto .....	I
A.1.3 Venta de PASE entre distintos meses del mismo producto .....	I
A.2 Operaciones PASE “Entrega” .....	II
A.3 Operaciones Paquete o Pack .....	II
OPERACIONES COMBINADAS ENTRE OPCIONES .....	III
A.4 Futuros Sintéticos y Fence .....	III
A.4.1 Futuro Sintético Comprado .....	III
A.4.2 Futuro Sintético Vendido .....	IV
A.4.3 Fence Comprado .....	IV
A.4.4 Fence Vendido .....	V
A.5 Spread .....	VI
A.5.1 Spread Alcista (“Bull-Spread”) .....	VI
A.5.2 Spread Bajista (“Bear Spread”) .....	VI
A.6 Cono (“Straddle”) .....	VII
A.6.1 Cono Comprado .....	VII
A.6.2 Cono Vendido .....	VIII
A.7 Cuna (“Strangle”) .....	IX
A.7.1 Cuna Comprada .....	IX
A.7.2 Cuna Vendida .....	X
OTRAS OPERACIONES COMBINADAS .....	X

## Introducción

---

En el presente trabajo final de grado se busca destacar la utilidad de emplear derivados financieros para mitigar el riesgo cambiario en empresas importadoras y exportadoras en la Argentina.

El comercio internacional se encuentra estrechamente vinculado con las finanzas internacionales, no existe una clara línea divisora, dado que ambos se interrelacionan de manera recíproca: las operaciones comerciales involucran transacciones financieras, mientras que, los acontecimientos monetarios inciden en el comercio internacional.

La volatilidad del tipo de cambio tiene un impacto directo sobre importadores y exportadores: aumenta la incertidumbre de los primeros respecto a los precios que tendrán que pagar en un futuro y, respecto a los últimos, sobre los precios que cobrarán. Puesto que en toda operatoria de comercio internacional es habitual la existencia de un lapso de tiempo entre el cierre de una transacción y el momento en el cual se efectiviza el pago, toda empresa, de manera directa o indirecta, se encuentra expuesta a movimientos desfavorables en el tipo de cambio que pueden afectar su actividad y cuyos efectos pueden ser mitigados a través del empleo de derivados.

Un derivado es un instrumento financiero cuyo valor depende de la cotización de otro activo denominado activo subyacente. Según la naturaleza de este último, son instrumentos que combinados o utilizados individualmente, permiten neutralizar diversos riesgos. Cuando el activo subyacente es el tipo de cambio, a través de su cobertura es posible fijar el tipo de cambio en el presente para realizar operaciones futuras.

Existen dos tipos de mercados donde se negocian estos instrumentos: los mercados no institucionalizados o extrabursátiles denominados OTC (en inglés, "*Over The Counter*") y los mercados institucionalizados u organizados.

En los mercados OTC, se negocian usualmente los contratos *forwards* y *swap*, mientras que en los mercados organizados, los contratos negociados son los futuros y opciones. En Argentina, los futuros y opciones se negocian en el Mercado a Término de Rosario S.A (Rofex), en el Mercado a Término de Buenos Aires SA (MATBA) y en el Mercado Abierto Electrónico (MAE).

En las últimas décadas, la administración de riesgos con productos derivados ha experimentado profundas transformaciones debido al avance en la tecnología de la información que permitió



una mayor integración de los mercados financieros facilitando la operación de éstos instrumentos.

A lo largo de esta investigación, se desarrollarán conceptos puntuales y específicos de los derivados, la estructura de sus mercados de negociación (su infraestructura, el sistema de pagos y compensaciones, sus intermediarios, entre otros) y el marco institucional y regulatorio vigente en Argentina a los efectos de determinar su utilidad para brindar cobertura contra el riesgo cambiario.

### **I.1 Selección del tema**

La elección del tema se basa en la importancia de acotar el riesgo cambiario inherente a toda empresa importadora y exportadora para hacer frente a compromisos en moneda extranjera. El tipo de cambio es un factor fundamental en las operaciones de comercio internacional e incide directamente en la competitividad de las empresas.

En este esquema, se presentan a los derivados financieros como una herramienta alternativa para gestionar mejor el riesgo asociado a las fluctuaciones cambiarias, garantizando mayor seguridad, estabilidad y previsibilidad.

### **I.2 Definición del problema**

En la Argentina, existe la posibilidad de obtener cobertura contra el riesgo cambiario a través de derivados financieros de tipo de cambiario, sin embargo, en comparación con otros países y regiones, su utilización es muy baja. Los motivos podrían estar asociados a las deficiencias en la demanda, como consecuencia de aspectos legales y regulatorios, factores empresariales culturales y de desconocimiento de la operatoria en cuanto a los beneficios y riesgos de estos mercados, según un estudio publicado por el Centro para la Estabilidad Financiera (2007).

En la misma línea de investigación, un informe publicado por el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (2009), agrega otros factores como el contexto histórico nacional (poca credibilidad en las políticas gubernamentales y continuas crisis) y la instauración de la idea de que la inversión en instrumentos financieros constituye un juego azaroso, en lugar de concebirlo como una herramienta capaz de neutralizar riesgos y aportar rendimientos.

La utilización de derivados financieros, en la práctica, todavía no logra imponerse como una alternativa de cobertura, como así tampoco, alcanzar el desarrollo observado en otros mercados.

### **I.3 Justificación del estudio**

La motivación principal del presente estudio yace en explorar una de las mayores dificultades que enfrentan las empresas importadoras y exportadoras nacionales: el posible impacto negativo de la volatilidad del tipo de cambio sobre su actividad.

El uso de derivados constituye un instrumento de creciente importancia como alternativa de cobertura contra el riesgo cambiario. Toda empresa debe considerar los beneficios y costos involucrados en la implementación de un programa, política o estrategia de gestión de riesgos.

Cuanto mayor es el riesgo cambiario al que se enfrentan las empresas, mayores son los beneficios que puede reportar una adecuada estrategia de cobertura.

### **I.4 Alcances del trabajo**

El presente trabajo será postulado para servir, en primer lugar, como fuente de información destinado principalmente a importadores y exportadores. Asimismo, se propone como guía para ser continuado en futuros estudios sobre la temática en cuestión.

### **I.5 Objetivos**

#### **I.5.1. General**

El objeto de estudio de esta investigación es presentar los instrumentos derivados financieros como una alternativa para administrar el riesgo cambiario en empresas exportadoras e importadoras argentinas.

#### **I.5.2. Específicos**



- Lograr la obtención de una debida comprensión acerca de las especificidades de los derivados financieros: naturaleza, tipicación, características, entre otros.
- Analizar la composición y estructura del mercado argentino (intermediarios, barreras de entrada, entre otros).
- Delinear posibles estrategias de cobertura cambiaria para las empresas exportadoras e importadoras argentinas

#### I.6. **Hipótesis**

Los derivados financieros son instrumentos, que utilizados de manera correcta, permiten diversificar y acotar el riesgo cambiario de manera eficiente. Para ello, es necesario la existencia de un mercado líquido de fácil acceso a dichos instrumentos, un marco regulatorio eficiente y organismos de supervisión que brinden garantías a las operaciones.

#### I.7 **Lugar y tiempo del trabajo**

Dado que el presente trabajo es exclusivamente bibliográfico, el mismo será realizado en el domicilio del investigador, cito en provincia de Buenos Aires.

La problemática que abordaremos puede ser susceptible de un mayor análisis, la fecha de finalización está condicionada por el fin principal que sustenta éste estudio: ser presentada como trabajo final de la Licenciatura en Comercio Internacional de la Universidad del Salvador.

## Marco teórico

### Capítulo I

---

#### 1.1 El Tipo de cambio

El **tipo de cambio** es el precio de una moneda expresado en función de otra moneda. Su precio, al igual que otros bienes y servicios, viene determinado por la oferta y la demanda entre diferentes agentes económicos, principalmente, bancos e instituciones financieras, empresas del sector no financiero, grandes multinacionales, inversores particulares y los bancos centrales.

El mercado en el cual se intercambian las monedas extranjeras se denomina **mercado de divisas o cambiario** (también denominado mercado Forex o FX, en inglés proviene de la abreviatura “*Foreign Exchange*”). Este mercado se encuentra conformado por dos segmentos básicos según la diferencia de tiempo que media entre las dos fechas que intervienen en el proceso de transacción: el día de concertación de la operación<sup>1</sup> y el día de liquidación de la operación<sup>2</sup>.

Estas fechas configuran dos tipos específicos de operaciones y dos precios o tipos de cambio diferenciados: el **mercado de contado** (en inglés “*Foreign Exchange Spot Trading*”) y el **mercado a plazo** (entre los principales instrumentos negociados se encuentran las opciones financieras de divisas o en inglés “*Foreign Exchange Options*”, futuros de divisas o en inglés “*Foreign Exchange Futures*”, los contratos “*Forward*”s, los swaps de moneda o en inglés “*Currency Swaps*”, entre otros).

Las operaciones de compra y venta de divisas al contado o spot, son acuerdos donde la contratación y liquidación o entrega se realiza el mismo día o dentro de los cinco días hábiles posteriores a la fecha de concertación, habitualmente un máximo de dos días. El retraso se produce porque, en la mayoría de los casos, es necesario contar con dos días para que las órdenes de pago sean compensadas en el sistema bancario.

---

<sup>1</sup> Fecha en que se realiza la operación, jurídicamente, en este acto se perfecciona el negocio.

<sup>2</sup> Fecha en que se realiza el pago contra la entrega de los valores negociables transables, es decir, la entrega efectiva de los valores negociables al comprador y el respectivo pago al vendedor de acuerdo a lo convenido al momento de concertar la operación.